

*Thema im Oktober:
„Warnsignale von den Kreditmärkten“*



1. Oktober 2026



Beat Thoma
Chief Investment Officer

Warnsignale von den Kreditmärkten

- Die globalen Staatsanleihenmärkte senden aktuell starke Warnsignale für die Finanzmärkte. Die Renditen steigen am langen Ende der Zinskurve trotz massiven Eingriffen der Zentralbanken
- Allerdings verläuft der Zinsanstieg derzeit noch geordnet und mit moderater Volatilität. Das ist ein Anzeichen für vorerst noch genügende Sauerstoffversorgung der Börsen.
- Damit droht kein unmittelbarer «Strömungsabriss» an den Aktien- und Kreditmärkten. Allerdings wird die Luft schnell dünner. Verschiedene Frühindikatoren müssen deshalb genau beobachtet werden.

Wirtschaftliche Gesamtsituation

Die US-Konjunktur beschleunigt sich weiter. Verschiedene wichtige Einkaufsmanager-Indices (PMI) haben soeben neue Mehrjahreshöchst erreicht. Und auch vom Arbeitsmarkt kommen positive Signale. Treiber für diesen Aufschwung sind die hohen Staatsausgaben zusammen mit einer guten Liquiditätsversorgung der Finanzmärkte. Eine ähnliche, allerdings deutlich moderatere Entwicklung ist auch in Europa zu beobachten.

Aktuelle Entwicklung: Noch kein Sauerstoffmangel sichtbar

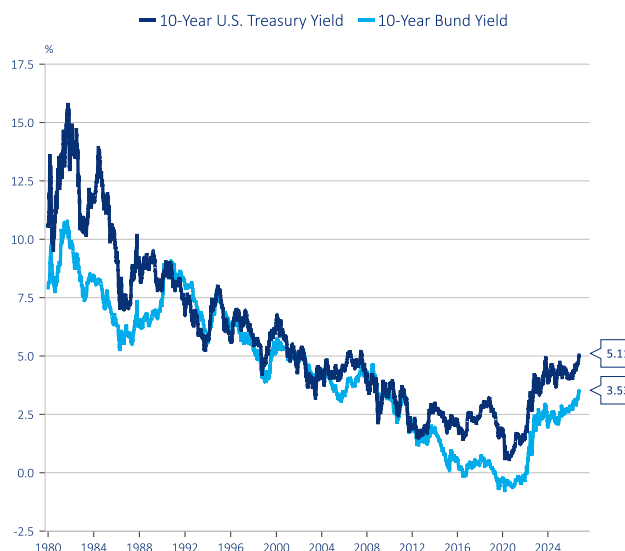
- Aktuell wirkt an den globalen Staatsanleihenmärkten eine toxische Kombination aus explodierenden Staatsdefiziten, hartnäckiger Inflation und zunehmendem konjunkturellen Momentum, insbesondere in den USA, aber auch global. Das sorgt für starken Aufwärtsdruck am langen Ende der Zinskurven.
- Hinzu kommt ein zunehmender Verteilungskampf um Kapital an den Geld- und Kreditmärkten. Staaten, private Unternehmen und an den Börsen hoch gehebelte Hedgefonds benötigen alle hohe, historisch nie gesehene Liquidität, um sich zu refinanzieren.
- Gleichzeitig erhöhen viele grosse Zentralbanken (Fed, BoJ, EZB und andere) die Leitzinsen und verringern ihre Bilanzen. Insgesamt resultiert daraus eine stark restriktive Geldpolitik, die den erwähnten Kampf um Kredite gefährlich verschärft.
- Allerdings ist erstaunlicherweise zumindest im Moment noch kein akuter „Sauerstoffmangel“ im Finanzsystem zu erkennen. Das hat einen wichtigen Grund in den USA: Sowohl die Fed wie auch das US-Treasury versorgen das System indirekt mit viel Geld und sorgen damit für tiefe Volatilität und Unterstützung an den Börsen. Die Luft wird aber aktuell schnell dünner.

Einschätzung & Ausblick: Staatsanleihen unter Druck

» Leitzinserhöhungen haben keine restriktive Wirkung

- Die erwähnte hohe Geldschöpfung durch das US-Treasury mit Hilfe der Fed und des Bankensystems erfolgt über die massive Emission von T-Bills anstelle von langlaufenden T-Bonds. Die T-Bills werden dabei von den Banken gekauft und sofort an die Fed weitergegeben (als Collateral) für Zentralbankkredite (Cash). Insgesamt erhält damit das US-Treasury Geld von den Banken, um die Staatsausgaben und damit die Konjunktur zu stützen, und die Banken erhalten das Geld von der Fed in Form von Bankreserven wieder zurück. Damit wird das gesamte Finanzsystem mit Liquidität geflutet, die Aktien- und Kreditmärkte gestützt und die Volatilität (MOVE und VIX) tief gehalten.
- Dieser Prozess wird als „Monetisierung der Staatsschulden“ bezeichnet und ist ausserordentlich wirksam. Leitzinserhöhungen haben in diesem Umfeld praktisch keine restriktive Wirkung. Ein Zinsanstieg am langen Ende der Zinskurve kann damit zwar nicht verhindert, zumindest aber gedämpft werden. Zudem erfolgt der Zinsanstieg eben mit tiefer Volatilität und damit sehr geordnet. Und das ist entscheidend und verhindert die Auflösung (Margin Calls) von spekulativen, stark gehebelten Positionen an den Aktien- und Staatsanleihenmärkten.
- Allerdings kann diese in keinsten Weise nachhaltige Politik ohne negative Folgen für die Geldwertstabilität und das allgemeine Vertrauen in die Handlungsfähigkeit von Staat und Notenbank nicht beliebig lange weitergeführt werden. Der jüngste Zinsanstieg bei Staatsanleihen in den USA, aber insbesondere auch in Europa trotz den erwähnten Manipulationen des US-Treasuries und der Fed ist ein erstes Warnsignal eines bevorstehenden Kontrollverlustes von Warsh und Bessent.
- Im Weiteren deutet der Anstieg der Renditen für zweijährige US-Staatsanleihen darauf hin, dass die Fed „hinter der Kurve“ liegt und die Fed Funds nochmals deutlich angehoben werden müssten. Der zweijährige US-Treasury war historisch ein nahezu perfekter vorauslaufender Indikator für die Fed Funds und damit für die Geldpolitik der Fed. Auch hier übernimmt der Markt immer stärker das Zepter und zwingt der Fed möglicherweise schwierige Entscheidungen auf.

Chart: Globaler Zinsanstieg bei Staatsanleihen



Sources: Macrobond, U.S. Treasury, Macrobond, Fisch Asset Management

Positionierung: Warten auf Verkaufssignale

» Steigende Defizite und hartnäckige Inflation sind eine Gefahr für die Märkte

- Grundsätzlich gilt stets die Regel „Never fight the Fed“. Man sollte sich als Investor nicht gegen die Geldpolitik der Zentralbank stellen. In einem Zyklus steigender Leitzinsen und einer gleichzeitigen Reduktion der Zentralbankbilanzen (Quantitative Tightening) wie aktuell nicht nur in den USA, sondern auch global, sind „Risky Assets“ sowie Staatsanleihen deshalb stark gefährdet. Aber wie erwähnt, strafft die Fed ihre Geldpolitik im Moment eben noch nicht. Die Anhebung der Fed Funds Zinsen wird durch die reichliche Liquiditätsversorgung über die T-Billsfinanzierung und der damit verbundenen Anhebung der Bankreserven im System mehr als kompensiert. Höhere Bankreserven wirken ähnlich stark wie ein Quantitative Easing Programm (QE) der Fed. Und diese gigantische T-Bill Geldmaschine kompensiert sogar auch auf globaler Ebene, die oben erwähnte, teilweise sehr restriktive Geldpolitik der EZB, der BoJ und anderen wichtigen Zentralbanken.
- Deshalb stellt die massiv steigende globale Staatsverschuldung, eine teilweise überhitzte Konjunktur in den USA sowie hartnäckige Inflation zwar ein grosse Gefahr für die langfristige Systemstabilität dar. Aber die derzeitige hohe Liquiditätsversorgung durch das US-Treasury und der Fed sowie zusätzliche manipulative Massnahmen (Staatsanleihenrückkäufe am langen Ende der Zinskurve) verhindern, wie erwähnt, im Moment noch den Strömungsabrisse an den Finanzmärkten. Zudem verfügt das US-Treasury derzeit noch über stolze 880 Milliarden US-Dollar auf seinem Konto (TGA) bei der Fed. Das ist eine „Notkasse“, die bei Problemen an den Märkten oder Wirtschaftsentwicklung jederzeit geplündert und ins Finanzsystem eingeschossen werden kann.
- Somit wirken aktuell also viele gegenläufige Kräfte an den Finanzmärkten, wobei die positiven im Moment noch die Oberhand behalten, trotz hohem Leverage im System. Wir empfehlen deshalb mit grossen Risikoreduktionen im Portfolio noch zu warten, bis unsere Marktindikatoren (siehe „Auf dem Radar“) Verkaufssignale liefern.

	USA	Europa	Japan	Asien ex-Japan	LatAm	CEEMEA	
Renditetreiber							Key:
Aktien	o	+ ↑	+ ↑	+	+	o	++ Sehr positiver Markt
Staatsanleihen	-	o ↑	o ↑				+ Positiver Markt
Credit IG (Spreads)	o	o		o	- ↓	o	o Neutral
Credit HY (Spreads)	o	o		-	o ↓	o ↓	- Negativer Markt
Gesamtrendite							-- Sehr negativer Markt
Wandelanleihen	o	+ ↑	o	o			
Credit IG	-	o ↑		+	o ↓	+	
Credit HY	+ ↑	+ ↑		o	+	+	
	Edelmet	Indumet	Energie				
Rohstoffe	+ ↑	+ ↑	+ ↑				

Hinweise zur Tabelle: Die Tabelle fasst die Modellergebnisse für die Gesamtrendite von Wandelanleihen und Credit Investment Grade sowie High Yield zusammen, welche eine Funktion der aufgelisteten Renditetreiber sind. Änderungen zum Vormonat werden durch ↓ oder ↑ angezeigt. Z.B. bedeutet «O ↓», dass das Feld im Vormonat mit «+» oder «++» belegt war. Die genaue Methodologie, d.h. wie die Modellergebnisse berechnet werden und wie die verschiedenen Einzelelemente zur Gesamtsicht beitragen, wird [hier](#) erklärt. Bei den Staatsanleihen berücksichtigen wir für Europa deutsche Bundesanleihen.

Auf dem Radar: Leitzinsen sind kein Frühindikator

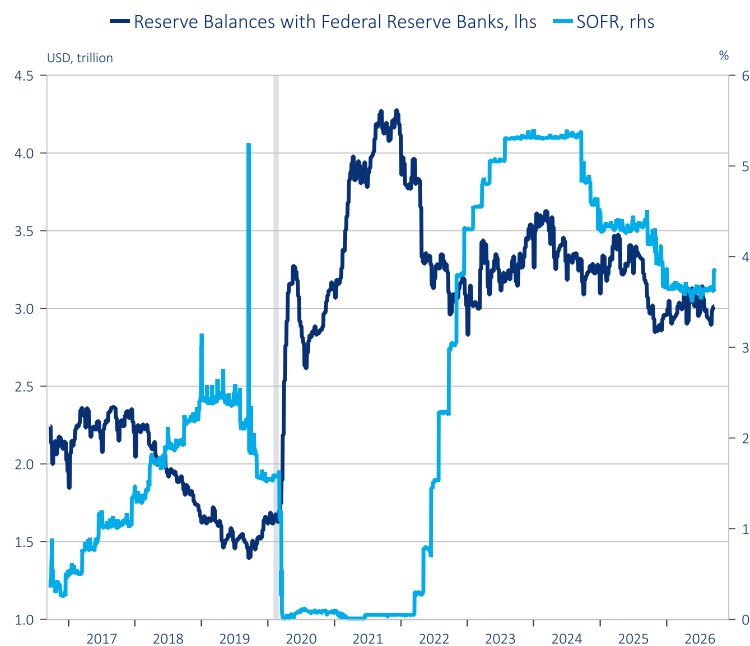
Die aktuelle Einflussnahme des US-Treasuries zusammen mit der Fed auf die Geld- und Kreditmärkte in den USA wirkt steigenden Zinsen am langen Ende der Kurve teilweise entgegen und sorgt für geordnete Marktverhältnisse und tiefe Volatilität, sowohl bei Staatsanleihen wie auch an den Aktien- und Kreditmärkten. Wie lange das noch gut geht, ist allerdings vollständig offen. Eine Prognose ist unmöglich. Der jüngste massive Anstieg der Staatsanleihenrenditen ist allerdings ein grosses Warnsignal. Die monetären Tools sind aber sehr mächtige Instrumente und können einen Systemkollaps lange hinauszögern.

»Noch viel monetäre Restenergie im globalen Finanzsystem

Es bleibt deshalb nichts anderes übrig, als verschiedene Frühindikatoren, die sich in der Vergangenheit gut bewährt haben zu beobachten und auf konkrete Verkaufssignale zu warten. Eine historische Analyse zeigt, dass insbesondere Liquiditäts- und Geldmengenindikatoren und damit verbundene Grössen wie Volatilitäten und Geldmarktsätze die Trends an den Märkten sehr gut vorwegnehmen.

Dagegen spielen interessanterweise die Leitzinsen immer weniger eine Rolle als Frühindikator, da das globale Finanzsystem seit nunmehr fast 20 Jahren und somit seit der Grossen Finanzkrise 2007/2008 vorwiegend auf Geldmengensteuerung und Liquidität zur Schuldenrefinanzierungen aufgebaut ist, und damit nur noch marginal auf Leitzinsveränderungen reagiert. Zudem ist in den USA einen immer stärkeren Einfluss des US-Treasuries auf die Geldpolitik der Notenbank feststellbar. Die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik verschieben sich zunehmend.

Chart: Die US-Bankreserven sind wieder über 3000 Milliarden US-Dollar



Sources: Fed, New York Fed, Macrobond, Fisch Asset Management

Im Gegensatz zu den Leitzinsen sind die US-Bankreserven ein zentraler Frühindikator für die Märkte. Sie reflektieren direkt die Geldschöpfung der Fed zusammen mit dem US-Treasury und zeigen, ob andere Massnahmen wie Quantitative Easing Programme (QE) oder Leitzinsveränderungen eine Wirkung haben oder eben nicht. Aktuell sind die Bankreserven wieder leicht über 3000 Milliarden Dollar angestiegen und signalisieren damit eine ausreichende Sauerstoffversorgung der Finanzmärkte. Davon abgeleitet können breiter gefasste Liquiditätsindikatoren beobachtet werden (Geldmengen M1, M2) und insbesondere das Momentum dieser Grössen. Hier beobachten wir aktuell einen weiteren absoluten Anstieg, aber mit fallendem Momentum. Derzeit ist aber das Verhältnis zwischen steigenden Schulden (private wie staatliche) und dem Anstieg der Geldmengen noch knapp stabil. Somit droht auch hier, trotz fallendem Geldmengenmomentum, noch keine akute Gefahr für die Finanzmärkte. Aber diese Entwicklung sollte genau beobachtet werden.

Somit verfügt das System in den USA, aber auch global noch über viel monetäre Restenergie, um die hohen Bewertungen und den massiven Leverage (spekulative Käufe von Wertpapieren auf Kredit) zu stützen. Allerdings darf hier nichts schiefgehen: Ein Anstieg der Volatilität an den Staatsanleihenmärkten (MOVE-Index), ein konjunktureller Durchhänger mit tieferen Unternehmensgewinnen sowie fallenden Steuereinnahmen und deshalb steigendem Staatsdefizit oder ein weiterer Anstieg der Inflation hätten massiv negative Folgen. Auch hier sind aber zumindest kurzfristig in den USA noch keine grossen Gefahren sichtbar. Das GDPNow für das dritte Quartal liegt bei 5.1%, Tendenz steigend, und die täglich berechnete „Truflation“ ist mit 2.45% zwar höher als noch vor einigen Wochen, aber noch nicht wirklich im roten Bereich.

Allerdings werden aktuell praktisch sämtlichen Risiken an den Märkten ignoriert, und es verschlechtern sich markttechnische Indikatoren (Marktbreite und Gewinnerwartungen). Somit können bereits kleine Verschlechterungen aller der genannten Grössen sehr schnell starke Wirkung zeigen. Wir empfehlen deshalb bereits jetzt, Aktienexposure über Wandelanleihen zu kaufen. Damit wird das Chancen/Risiko-Verhältnis dank hoher Asymmetrie stark optimiert. Der Wandelanleihenmarkt bietet zudem viele äusserst interessante Opportunitäten insbesondere auch im Technologie- und KI-Sektor. Zudem bieten Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) sowohl im Investment Grade wie auch dem High Yield und Emerging Markets Segment mehr Rendite als Staatsanleihen mit einem ebenfalls optimierten Chancen/Risiko-Verhältnis.

Wichtige rechtliche Hinweise

Die vorliegende Dokumentation richtet sich ausschliesslich an professionelle Anleger. Die in dieser Dokumentation enthaltenen Informationen und Meinungen dienen ausschliesslich zu Informationszwecken und stellen keine Aufforderung, Empfehlung, kein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder anderen Dienstleistungen oder sonstigen Transaktionen dar. Sie richtet sich nicht an Personen in Rechtsordnungen, in denen die Bereitstellung solcher Informationen gegen lokale Gesetze und Vorschriften verstossen würde. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Angaben wird keine Haftung übernommen. Alle Meinungen und Ansichten spiegeln die aktuelle Einschätzung der Autoren wider und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die historische Performance ist keine Garantie für die zukünftige Entwicklung. Es gibt keine Garantie dafür, dass Prognosen realisiert werden. Die zukünftige Wertentwicklung unterliegt der individuellen Besteuerung, die von der persönlichen Situation des jeweiligen Anlegers abhängig ist und sich in der Zukunft ändern kann. Sofern nicht anders angegeben, ist die Quelle Fisch Asset Management AG. Fisch Asset Management AG hat aus externen Quellen stammende Informationen nicht eigens geprüft und Fisch Asset Management AG kann weder ausdrücklich noch stillschweigend garantieren, dass diese Informationen korrekt, zutreffend oder vollständig sind.

Fisch Asset Management AG lehnt jede Haftung ab für Schäden, die direkt oder indirekt aus diesem Dokument abgeleitet werden.

© 2026 Fisch Asset Management AG